

ESTRATÉGIA POLÍTICA DA FIRMA X PAPEL REGULADOR DO ESTADO: UMA ANÁLISE SOBRE O EFEITO NAS OPERAÇÕES DE FUSÃO E AQUISIÇÃO NO BRASIL

Ana Graziele Lourenço Toledo

Doutoranda em Administração de Empresas. Professora da Universidade Nove de Julho. FGV-EAESP. E-mail: anagraziele@yahoo.com.br

Leonardo Augusto de Campos

Especialista em Administração Industrial. Professor da Universidade Nove de Julho. E-mail: leodecampos@uninove.br

Envio em: Agosto de 2014

Aceite em: Agosto de 2017

RESUMO: Este trabalho analisou o efeito da estratégia política sobre as fusões e aquisições no Brasil entre o período de 2002 a 2012. Como em estudos anteriores, esperava-se efeito positivo da estratégia política sobre as operações adotando a perspectiva de que o poder regulador do Estado atende aos interesses do mercado (Stigler, 1971). Mesmo utilizando uma variável instrumental, os modelos de regressão obtidos rejeitaram as hipóteses que relacionavam a eficiência da análise das operações à estratégia política mostrando que o efeito é causado pela quantidade de processos analisados.

Palavras chave: Fusões e Aquisições. Estratégia Política. Regulação.

POLITICAL STRATEGY X REGULATOR STATE: AN ANALYSIS OF THE EFFECT ON MERGERS AND ACQUISITION IN BRAZIL

ABSTRACT: This study examined the effect of political strategy on mergers and acquisitions in Brazil between 2002 to 2012. As in previous studies, it was expected positive effect of political strategy on operations by adopting the view that the regulatory power of the state meets to market interests (Stigler, 1971). Even using an instrumental variable, the regression models rejected the hypotheses that related the efficiency of the operations analysis of political strategy showing that the effect is caused by the number of cases examined.

Key Words: Mergers and Acquisitions. Political Strategy. Regulation.

1. INTRODUÇÃO

Os atos de concentração econômica têm apresentado relevante participação junto aos processos avaliados pelo Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência - SBDC: foram cerca de 6195 atos de concentração registrados de 1999 a 2012 sendo o ano de 2011 aquele no qual foi registrado o maior volume de operações: 778 (SECRETARIA DE ACOMPANHAMENTO ECONÔMICO, 2013). Parte destes atos de concentração é composta pelas operações de fusão e aquisição - F&A - e tais números suscitam o interesse acadêmico sobre este tipo de estratégia corporativa: em trabalhos apresentados em eventos da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração desenvolvem-se estudos envolvendo aspectos organizacionais como transformação organizacional (PIMENTA; CORREA; LOPES, 2010), técnicos a exemplo da eficiência operacional (MILHOMEM; HOFFMAN, 2011) e estratégicos como a internacionalização (FERREIRA; CARNEIRO, 2009). Apesar de profícua, a produção científica sobre o tema no Brasil parece ser um fenômeno ainda pouco estudado em relação à alguns de seus aspectos.

Pelo estudo bibliométrico de Du e Boateng (2012) que analisou 22 artigos sobre F&A *cross-boarder* envolvendo países emergentes desde o ano de 2000, é possível perceber algumas características predominantes: operações chinesas são as predominantes em termos de objeto de estudo não figurando entre os *journals* pesquisados trabalhos específicos sobre F&A brasileiras; as perspectivas teóricas usadas nestes estudos são *internalisation*, *resource based theory*, *institutional theory*, assimetria e empreendedorismo estratégico; os aspectos estudados são as motivações econômicas e financeiras, criação de valor e *performance*; a abordagem metodológica predominante é a quantitativa, sendo poucos os trabalhos que usam estudos de caso e *surveys*.

Apesar de possuir a menor representatividade entre as economias emergentes componentes do BRIC (COOL; HARLÉ; OMBREGT, 2012), em se tratando de F&A o Brasil possui duas características que justificam estudos sobre operações ocorridas no país: as mudanças regulatórias sobre a proteção da ordem econômica que aumentaram a força institucional através da ação reguladora do Estado; a utilização por parte das firmas de estratégias de não-mercado (neste artigo representadas pelas estratégias políticas) em complemento às tradicionais estratégias de mercado, o que segundo a abordagem política confere melhores desempenhos às firmas que desenvolvem tais estratégias (FACCIO, 2006).

Observando doações políticas, Aggarwal, Meschke e Wang (2012) encontraram que firmas que doam estão mais engajadas em processo de aquisição, mas relacionaram isso à problemas de agência que estariam associados com F&A. Ao mesmo tempo em que no Brasil o governo regula as F&A através de órgãos e autarquias cujos componentes são indicados e confirmados pelos poderes executivo e legislativo respectivamente, firmas desenvolvem

suas estratégias políticas; daí surge a inferência de que a análise das operações de F&A também seja influenciada por estas estratégias, uma vez que a regulação de monopólios e indústrias que fornecem bens de interesse público é um exemplo de atuação do governo orientada pelo mercado (CHONG; GRADSTEIN, 2007) e como tal sofre influência das firmas que participam deste mercado. Desta forma a questão colocada foi: a estratégia política das firmas envolvidas em F&A no Brasil possui impacto na análise das operações? Estudos como os de Faccio (2006) e Chong e Gradstein (2007) identificaram que firmas conectadas politicamente possuem mais suporte junto à agências regulatórias do que firmas pouco conectadas, porém são estudos que não discriminaram a atuação específica da estratégia política na regulação feita através de políticas antitruste nem foram focados em operações ocorridas no Brasil, que são os *gaps* que este estudo pretende preencher.

Dentre as práticas anti-concorrenciais previstas na legislação antitruste brasileira, este trabalho toma como objeto de estudo as alterações estruturais de mercado provocadas pelas estratégias corporativas de F&A que são lesivas à concorrência de acordo com o artigo 54 da Lei 8884 de 1994, tendo como objetivo identificar o efeito da estratégia política na análise das F&A pelo SBDC. Foram analisados dados de operações ocorridas no Brasil a partir de 2002 e diferente dos estudos de Faccio (2006), Chong e Gradstein (2007) que se utilizaram de laços políticos e *lobby*, adotou-se o valor das doações às campanhas eleitorais como *proxy* para as estratégias políticas das firmas envolvidas nas operações, a exemplo do trabalho de Aggarwal, Meschke e Wang (2012). Como a análise das operações possui peculiaridade como a utilização facultativa - não obrigatória - do Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração (BRASIL, 2001) foi usada uma variável instrumental para corrigir eventuais problemas de endogeneidade que não fossem tratados com a aplicação da regressão robusta. Assumindo-se como hipótese que operações que envolviam firmas com estratégia política fossem mais eficientes considerando a quantidade de fases que compõe a tramitação do ato no SBDC (maior eficiência significa menor quantidade de fases), verificou-se que a tramitação dos atos não está ligada à conexão política das firmas envolvidas, mas à quantidade de atos submetidos à análise. Tal achado ajuda a preencher os *gaps* teórico – a utilização da abordagem política para analisar operações de F&A – e empírico – a falta de estudos desta natureza envolvendo operações ocorridas no contexto brasileiro – em relação ao estudo de F&A no Brasil e motivar trabalhos posteriores acerca da relação entre estratégia política e regulação no contexto nacional.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.1.1. Definição

Antes das ondas de F&A nos Estados Unidos que ocorreram em três períodos do século XX - 1920, entre 1967 e 1969 e entre 1980 e 1990 (Brealey, Myers & Marcus, 2001) -, o final do século XIX foi marcado por uma onda de operações que visavam a integração vertical das firmas e deram origem à corporação multidivisional (CARTER; CLEGG; KORNBERGER, 2008). As operações diferenciam-se através das estruturas de propriedade e con-

trole resultantes: a fusão ocorre quando duas empresas integram as operações de forma que ambas possuam o mesmo poder; a aquisição evidencia-se pela obtenção do controle total ou majoritário de uma empresa por outra (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008). No Brasil as F&A são observadas através do registro de atos de concentração que de acordo com a Lei 12529 de 30 de novembro de 2011 ocorrem quando duas ou mais empresas anteriormente independentes se fundem, quando uma ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas, quando uma ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas, ou ainda quando duas ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou *joint venture*.

A literatura elenca diversos motivos para F&A: potencial de contribuição de habilidades na firma adquirida e na adquirente (PAINE; POWER, 1984), taxas corporativas (WILLIAMSON, 1985), menores custos recorrendo-se ao mercado do que à integração vertical (Singh & Montgomery, 1987), má qualidade da atual gestão da firma adquirida e a busca por sinergia (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2001), aumentar o poder de mercado, proteger-se em face de um ambiente de alta incerteza, superar barreiras de entrada, reduzir custos de desenvolvimento de novos produtos, diversificar as empresas, reformular o escopo competitivo da empresa e adquirir novas capacitações (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008) e ainda porque gerentes preferem administrar grandes empresas, buscam aquisições não relacionadas para aumentar sua remuneração e para se protegerem contra riscos (BESANKO et al, 2010).

Williamson (1996) aponta três tipos de fusão: para aumento da colusão, para aumento da eficiência e para efeitos estratégicos como a fusão de duas firmas concorrentes para diminuir a competição direta e fusão de firmas para efetuar a entrada em um mercado de forma mais eficiente do que melhor do que se entrassem cada uma de forma independente.

2.1.2. Contexto brasileiro para as F&A

Bach e Allen (2010) afirmam que economias globais que abriram suas indústrias criando oportunidades de mercado ao mesmo tempo criaram desafios de não-mercado através de suas agências regulatórias e isso se evidencia no Brasil que possui declarado na Constituição Federal de 1988 o princípio da livre concorrência. O arcabouço legal é completado pelos artigos 1.119 ao 1.122 do Novo Código Civil e artigos 223 a 226, 228, 230 a 232 e 234 da Lei das S/A que requer a aprovação de 75% do capital social ou envolvendo empresas de sociedade anônima, a aprovação de no mínimo metade dos acionistas com direito de voto para autorização da operação. As regulamentações ainda garantem aos sócios dissidentes 30 dias para se retirar da nova sociedade e ter a cota paga em dinheiro em 90 dias; aos credores é garantido o direito de contestar a operação em até 90 dias. F&A também podem ser entendidas como atos de infração de ordem econômica caso resultem na dominação de mercado de forma abusiva configurada pelo controle de 20% do mercado, de acordo com a Lei 12.529 de 30 de novembro de 2011 (BRASIL, 2011, art. 20, §3), quando há o controle substancial de mercado relevante como fornecedor, intermediário, adquirente ou financiador de um produto, serviço ou tecnologia a ele relativa (BRASIL, 2011, art. 20, §2) ou quando uma das partes envolvidas obtenha faturamento bruto anual superior a R\$ 400.000.000,00 (Brasil, 2011, art. 54, §3). No entanto tais determinações adquirem flexibilidade uma vez que a mesma lei permite considerar maior percentual do controle de

mercado sem explicitar os critérios para tais casos e excluindo, ainda, a posição dominante obtida por “processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores” (BRASIL, 2011, § 1).

A regulação dentro dos setores é exercida por agências como a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, Agência Nacional de Petróleo – ANP, Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL, entre outras que se ocupam da regulação social das firmas. O SBDC, no entanto, além do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE - ainda é composto pela Secretaria de Direito Econômico - SDE - do Ministério da Justiça e a SEAE, do Ministério da Fazenda. As atribuições de cada órgão são descritas pelo seguinte conjunto regulatório: Lei nº 8.884 de 11 de junho de 1994 alterada pela Lei nº 9.021 de 30 de março de 1995 e pela Lei 10.149 de 21 de dezembro de 2000, a qual coloca sobre o CADE a responsabilidade julgar as infrações à livre concorrência e requerer das firmas envolvidas ações como medidas preventivas (cessação imediata da prática e reversão à situação anterior com multa diária), compromissos de cessação (cessar prática conforme prazo estipulado dentro do qual o processo administrativo fica suspenso) e compromissos de desempenho (compromissos sob os quais as empresas envolvidas tem que honrar para não abertura do processo do CADE). Tanto a elaboração dos pareceres da SEAE quanto as decisões do CADE ainda podem ser orientados pela Portaria Conjunta SEAE/SDE n 50 de 1 de agosto de 2001 que apresenta um guia para análise econômica dos atos de concentração horizontal com a indicação das informações e metodologia de análise a serem usados ficando, porém, a critério das secretarias a adoção de um rito sumário (com menos etapas) para análise.

2.1.3. Pesquisa sobre F&A

Um dos aspectos estudados na pesquisa em F&A é o valor das firmas envolvidas e o que tem se encontrado são casos em que as operações causam diminuição neste valor: a opção por F&A deveria ocorrer somente em face de sinergias (CHATERJEE, 1992). Ocorre que nem sempre esses resultados se repetem: Matsusaka (1993) identificou diferentes desempenhos nas três grandes ondas de F&A no mundo observando que somente na última onda ocorrida entre 1980 e 1987 os desempenhos tornaram-se negativos. Sugere-se que regulações possam ser as responsáveis por tais desempenhos, o que estudos como o de Devers, McNamara, Wiseman & Arrfelt (2008) apontaram ao analisar o efeito da Lei Sarbanes Oxley, evidenciando a importância de fatores não-mercado. Estudando as operações de F&A na China, Hu, Zhou, Guo e Doukas (2011) reforçaram a ideia da influência dos fatores não-mercado no momento em que observaram que firmas adquirentes estatais possuem desempenho superior a firmas adquirentes privadas naquele contexto que adota controle liberal para as operações, ao contrário do Brasil que reforçou o poder do CADE com a Lei 12.529 (COOL; HARLÉ; OMBREGT, 2012).

Cool, Harlé e Ombregt (2012) apontaram que dentre os países do BRIC, o Brasil foi o que registrou menor aumento nas operações de F&A entre os anos de 2008 e 2011 sendo também aquele em que o menor número de F&A se efetivou: 605 operações contra 3567 operações da China que foi o país com o maior número de operações do BRIC. Notou-se que entre 2001 e 2005 houve a maior taxa de crescimento das operações (65%); no caso brasileiro o setor que mais operou F&A foi o de mercadorias de consumo ao passo que os setores de telecom e utilidades foram os que menos registraram operações. Registra-se também que no Brasil é grande o número de revisões feitas em processos de F&A, porém

observa-se que apesar do grande número de revisões somente dois processos foram rejeitados (1 em 2008 e 1 em 2010), sendo que mais de 90% dos processos foi aceito e menos de 10% deles foram autorizados com condições, um indício de que o Brasil tende a seguir as práticas europeias de imposição de condições para autorização de operações (COOL; HARLÉ; OMBREGT, 2012).

2.2. ESTRATÉGIA POLÍTICA

2.2.1. Definição

De uma forma geral, governos visam modelar a atuação industrial através de políticas públicas que busquem evitar o monopólio e promover a concorrência ou impedir a concorrência e promover o monopólio (Caves, 1964) selecionando setores para serem ou não beneficiados por suas políticas (Stigler, 1971) a exemplo da economia chinesa documentada por Calomiris, Fishman e Wang (2008). De acordo com esta premissa, tem-se que a regulação nos governos é orientada pelo mercado e assim ganharam evidência estudos que visassem identificar como as firmas poderiam influenciar os governos a seu favor, entre eles os estudos sobre as estratégias políticas estabelecidas pelas firmas.

Firmas usam a atividade política externa para influenciar o processo eleitoral e legislativo (BAYSINGER, 1984) definida como atividade política corporativa. A partir deste conceito surge a ideia de estratégia política que é a forma que a firma escolhe para tentar influenciar a decisão sobre políticas públicas com o objetivo de garantir vantagem competitiva ou sobrevivência, forma esta que é composta por várias táticas que são atividades de curto prazo e que não comprometem recursos excessivos (HILLMAN; HITT, 1999). A tipologia de estratégias políticas identificadas por Hillman e Hitt (1999) apresenta a conexão política como uma das táticas a serem usadas na estratégia política financeira e esta conexão é observada por doações a campanhas, troca de benefícios, tráfego de informações, reciprocidades, *lobby* entre outros, mas sempre com o objetivo de obter informações, votos ou apoio financeiro (HILLMAN; KEIM; SCHULER, 2004). Adota-se a perspectiva de que quanto maior for a influência do governo sobre a indústria, mais as firmas pertencentes a estas indústrias tenderão a ser politicamente ativas (BONARDI; HILMAN; KEIM, 2005), sendo que os benefícios não são somente para as firmas, mas também para os governos que recebem as contribuições das firmas (CHONG; GRADSTEIN, 2007).

Kim, Pantzalis e Park (2012) vêem as conexões políticas sendo exercidas de forma direta e indireta pelas firmas. De forma direta, as conexões políticas são vistas como estratégias da firma sendo executadas a exemplo das práticas sugeridas anteriormente por Hillman e Keim (1995) e sobre os quais se observam alguns estudos, inclusive no contexto brasileiro envolvendo a dependência de recursos da firma (CAMILLO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012a), o desempenho (CAMILLO; MARCON; BANDEIRA DE MELLO, 2012b; BANDEIRA DE MELLO; MARCON; GOLSMITH; ZAMBALDI, 2012) e a internacionalização (FERNANDES; BANDEIRA DE MELLO; ZANNI, 2012) de firmas individuais. De forma indireta os autores relacionam a conexão política a um componente exógeno ligado à geografia política onde as firmas localizadas em determinados locais são influenciadas por mudanças políticas ocorridas nestes locais, mesmo sem desenvolver uma estratégia política (KIM; PANTZALIS; PARK, 2012). Contradizendo os resultados de Faccio (2006), estudos como o de Amore e Bennedsen (2012) confirmam que mesmo em firmas conectadas, a

importância do poder político local faz-se necessária para causar aumentos no desempenho inclusive em contextos com baixa corrupção e instituições fortemente desenvolvidas, como na Dinamarca.

2.2.2. Pesquisa sobre Conexões Políticas

Ao passo em que existem abordagens que refutam a importância das conexões políticas em benefício de outros fatores como a incerteza política (JULIO; YOOK, 2012), há um arcabouço teórico sendo desenvolvido que justifica a utilização da estratégia política como um dos *drivers* de desempenho das firmas como, por exemplo, aqueles que confirmam os benefícios da composição do *board* feita por membros externos com ligações políticas (BERTRAND et al, 2004, FACCIO, 2006; GOLDMAN et al, 2009, NIESSEN; RUENZI, 2009; MENOZZI; URTIAGA; VANONI, 2010) e a associação das conexões políticas com redução nos conflitos de agência (AGGARWAL; MESCHKE; WANG, 2012). Em relação à estrutura de propriedade, contestando Dewenter e Malatesta (2001) o estudo de Hu, Zhou, Guo e Doukas (2011) mostrou que firmas do governo tem eficiência e lucratividade superior à firmas privadas, argumentando ser a conexão política entendida como a estrutura de propriedade pertencente ao governo, a variável moderadora para tal resultado. Usando a estratégia política como variável moderadora, Amore e Bennedsen (2012) confirmaram que firmas conectadas obtêm melhores resultados ao negociar com firmas do governo; Jia, Shi e Wang (2012) documentaram que na ausência de reformas políticas, reformas econômicas aumentam o valor das conexões políticas para firmas na China, precisamente mais para firmas pequenas do que para as grandes.

Também foi evidenciado que as conexões políticas fornecem benefícios em via dupla: Desai e Olofsgard (2011) demonstraram que os políticos se beneficiam com as conexões políticas das firmas através de benefícios políticos valiosos como renda obtida pelo pagamento de impostos e altos índices de empregabilidade o que pode conduzir a reeleições ou apoios para manutenção do regime da situação. Surge aí um indício do interesse das firmas em desenvolver uma estratégia com o objetivo de evitar mudanças políticas que provoquem incertezas e custos o que Lugovskyy (2012) procurou antever através de um modelo para prever riscos políticos através do regime de governo em vigência, indicando que sabendo qual regime estava vigente durante o momento da incerteza, seria possível prever o tipo de política mais provável de ser adotada e os custos inerentes a ela.

3. MODELO

Usando-se a definição de Baron (1995) que considera que o ambiente da firma possui um componente não-mercado composto por arranjos social, político e legal, marcando a interação entre a firma e suas partes com a influência de agentes institucionais como o público, governo, mídia e instituições públicas, assume-se que a estratégia política é uma estratégia de não-mercado e mediante sua adoção, firma e políticos obtêm ganhos e é a regulação governamental um dos principais drivers que orientam a APC das firmas (LUX et al, 2011). Mesmo em países com sistemas políticos e contextos tão diferentes quanto a China e os EUA o papel regulador do Estado é evidente (HE, 2006) e dentre as abordagens usadas para estudo, a teoria da escolha pública frisa que o Estado como uma

máquina de poder representa ameaças ou oportunidades para todas as indústrias criando, então, beneficiários e prejudicados na relação Estado-firma, pois sempre atenderia a um ou poucos grupos de interesse em detrimento da sociedade (STIGLER, 1971). Para se tornar beneficiária, a firma busca adquirir regulações favoráveis, desenvolver formas de burlar a regulação quando estas não são favoráveis ou ainda buscar a manutenção de regulações ineficientes desde que mantenham ou concentrem interesses de grupos de interesse (STIGLER, 1971), e adotando um comportamento *rent-seeker* buscam desenvolver estratégia política para obter rendas a partir dela e sendo que a utilização da estratégia política com o objetivo de modelar esta ação reguladora, configura-se como uma alternativa para a firma e em particular se relaciona às regras de competitividade estabelecidas no país. Como indicou anteriormente Faccio (2006), as conexões políticas são mais evidentes em países dos sistemas regulatórios mais relaxados do que em contextos mais fortes institucionalmente e que previnem conflitos de interesse político.

Ainda que o Estado busque suprimir falhas de mercado ao mesmo tempo em que busca limitar o poder de mercado das firmas (PIGOU, 1938), acompanhando a crença de Stigler (1971) sobre a captura do Estado pelo mercado, diante da privatização e a liberação econômica, a regulação passou a enfatizar programas de ajuste estrutural focados em desregulação para criar economias de mercado mais eficientes (JALILIAN; KIRKPATRICK; PARKER, 2006) e neste caso evidenciam-se as ações de controle de seus atos de concentração. Ocorre que a análise dos atos de concentração não se dá em instâncias democraticamente eleitas, mas através delas numa situação em que o Estado ao delegar o provimento de bens e serviços à iniciativa privada, instala organismos de regulação cujos membros analisam e julgam os méritos das operações das firmas, mas também elaboraram a legislação secundária (regulamentos, portarias, normas, guias) que orienta as operações. Tais membros que são escolhidos e aceitos para integrar estes organismos de regulação sujeitam-se aos deveres dos servidores públicos sem, no entanto, terem acedido ao cargo através do sistema meritocrata adotado que é o concurso público: desde a Lei 8884 de 11 de junho de 1994, os componentes do CADE são nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal. Também se observa que os processos de análise do SBDC anteriores à Lei 12529, dotavam os processos de morosidade observando-se um tempo médio¹ de aproximadamente 1300 dias considerando o tempo dos atos de concentração nos quais pelo menos uma das partes possuía estratégia política via financiamento de campanha. Esta morosidade pretende ser sanada com novo procedimento de análise que centraliza no CADE as funções de apreciação e investigação anteriormente exercidas pela SEAE e SDE (BRASIL, 2011). Diante disso, as hipóteses testadas foram:

H1: operações cujas firmas envolvidas desenvolvem estratégia política são mais eficientes o que das firmas que não desenvolvem estratégia política

H2: a estratégia política das firmas envolvidas em processos de F&A no Brasil tem efeito positivo sobre a eficiência da análise dos atos de concentração

H3: o volume de ato de concentração de F&A no período tem efeito maior sobre a eficiência da análise do que as conexões políticas

De acordo com as hipóteses descritas, a variável dependente a ser analisada é a eficiência dos processos de operações de F&A no Brasil - **denominada etapasproc** - medida pela *proxy* do número de etapas desenvolvido nos atos de concentração. As variáveis independentes são a estratégia política - **denominada valordoa** - das envolvidas na operação

medida pela *proxy* de valor da doação à campanha presidencial nos anos de 2002, 2006 e 2010, pois parte da Presidência da República a indicação dos componentes do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência – SBDC; adotou-se uma *dummy* - **denominada doant** - para as operações que ocorreram antes e depois das firmas envolvidas efetuarem doações às campanhas políticas; como *proxy* para volume de atos de concentração, adotou-se a quantidade de atos registrados no período - **denominada qtddproc**. Adotaram-se como variáveis de controle o tamanho do *market share* após a operação - **denominado msttotal** - e o *market share* anterior das firmas envolvidas na operação - **denominado msadquirente e msadquirida** - que era uma característica limitadora das operações constante na Lei 8884, sobre a qual as operações analisadas no período entre 2002 e 2012 estavam sujeitas² com respectivas *dummies* uma vez que tais *market shares* poderiam ser superiores a 20% - **denominadas**, respectivamente **mstot**, **padquir** e **padqui**; outras variáveis de controle adotadas foram se a operação tinha como firma adquirente uma firma com estratégia política - **denominada adquir** -, o tempo entre as datas de início e final da análise do ato de concentração - **denominada tempoproc** -, o resultado da análise do ato de concentração que pode ser aprovado, aprovado com restrição ou reprovado - **denominado resultado** -, o valor da operação - **denominado valorop** -, o ano da operação - **denominado anoop**, o ano da doação - **denominado anodoa** -, *dummies* para ano da operação e ano da doação – **denominadas** respectivamente **td*** e **tdd***. Assim tem-se a equação 1:

$$\text{etapasproc} = \alpha + \beta \text{valordoa}_i + \beta \text{dummy doant}_i + \beta \text{msttotal}_i + \beta \text{dummy mstot}_i + \beta \text{msadquirente}_i + \beta \text{dummy padquir}_i + \beta \text{msadquirida}_i + \beta \text{dummy padquir}_i + \beta \text{qtddproc} + \beta \text{dummy adquir} + \beta \text{tempoproc} + \beta \text{resutlado} + \beta \text{valoroop} + \beta \text{anoop} + \beta \text{anodoa} + \beta \text{dummy td*} + \beta \text{dummy tdd*} + \varepsilon$$

(Equação 1)

4. ANÁLISE DOS DADOS

Os dados analisados foram obtidos em três fontes:

- os atos de concentração cujas informações foram obtidas nos sites da SEAE e CADE; foram consultados os atos de concentração encaminhados à SEAE entre os anos de 2002 e 2012; os dados referentes às operações foram extraídos a partir da leitura dos atos de concentração e pareceres relacionados; devido às restrições relacionadas à confidencialidade dos dados permitidas pela Portaria SEAE n.46 de 28 de março de 2006, coletaram-se os atos de concentração que possuíam todos os dados referentes às variáveis utilizadas no modelo na versão pública dos documentos disponibilizados, totalizando 126 atos analisados; pela portaria as firmas envolvidas em atos de concentração podem solicitar a confidencialidade de informações e documentos mencionados na versão pública do ato, como valor da operação e capacidade instalada/participação de mercado; dentre todas as possíveis operações abarcadas dentro dos atos de concentração conforme definição da Lei 12529, foram considerados somente os atos de concentração que tratavam de operações de F&A;

- as doações para campanha foram obtidas no site do Tribunal Superior Eleitoral; o site contém informações sobre eleições municipais, estaduais e federais a partir de 2002, mas

foram analisados os dados referentes às eleições presidenciais ocorridas em 2002, 2006 e 2010, pois de acordo desde a Lei 8884, a composição a estrutura administrativa do CADE é feita a partir das indicações da Presidência da República, então se assume que o foco do estabelecimento da conexão política esteja no nível das eleições presidenciais.

A análise dos dados foi feita com o uso do software Stata seguindo as orientações de Baum, Schaffer e Stillman (2003), Wooldridge (2003) e Baum (2006). No exame preliminar não constavam valores perdidos, mas algumas observações que apresentaram valores atípicos como somente 2 etapas de análise durante um período de quase 10 anos foram mantidas. As estatísticas descritivas mostraram desvios padrão superiores a 3 para ano da doação, valor da doação, *market share* do adquirente e da adquirida, tempo de processo e ano da operação, no entanto no teste de normalidade univariada, valores de assimetria e curtose apresentaram-se dentro dos limites de -1 e +1. Inicialmente optou-se por uma estimação OLS com verificação de multicolinearidade através dos valores VIF superiores a 10 e daí eliminaram-se uma a uma as variáveis *msttotal*, *mstot*, *padquir*, *padqui*, *anoop*, *anodoa*, *td** e *tdd**. Rodando novamente a OLS, obtiveram-se *pvalues* não significantes a 0,05 para *msadquirida*, *valordoa*, *valorop*, *tempoproc*, *adquir*, *msadquirente* e *qtddproc* que foram eliminadas uma a uma resultando numa equação final – equação 2 - que tinha como regressores de *etapasproc*, as variáveis *resultado* e *doant*.

$$\text{Etapasproc} = - 45.21 + 35,59\text{resultado} - 11.38\text{doant}$$

(Equação 2)

Testando a heterocedasticidade dos resíduos para a equação 2 através do teste de Breusch-Pagan, verificou-se a rejeição da hipótese nula sobre a variância constante do erro o que motivou a adotar-se um modelo usando regressão robusta. Neste caso a equação final obteve um maior número de regressores, porém menor significância; um comparativo entre os modelos pode ser visualizado na tabela 1.

Ocorre que a variável *qtddproc* apresenta indícios de ser endógena; esta variável refere-se à quantidade de atos de concentração submetidos à análise por ano e esta quantidade reflete a disposição das firmas em aumentar seu poder de mercado. No entanto a Lei 12529 determina que as operações devam ser submetidas ao CADE antes de sua concretização, o que segundo o presidente interino do CADE declarou em 2012³, provocaria uma “corrida por F&A” antes de maio de 2012, data a partir da qual a lei passaria a vigorar. Entende-se, então, que caso as firmas quisessem se adiantar à esta mudança regulatória, deveriam submeter mais processos para análise e que isso venha ocorrendo desde 2004 quando foi proposto o Projeto de Lei n.3937-B que resultou na chamada nova lei da concorrência – a Lei 12529. Isso é possível de se notar, pois em 2003 foram encaminhados 395 atos de concentração ao SBDC e em 2004 foram 500 atos, diminuindo este montante nos anos posteriores (368 atos em 2005 e 383 atos em 2006, por exemplo) e aumentando novamente em 2010 (671 atos) e 2011(778 atos) que foram anos que antecederam as mudanças legais. Considerando que as firmas usam a estratégia política como forma de influenciar a regulação, admite-se que a quantidade de atos de concentração possa ser influenciada pela conexão política de forma que a conexão política aumente o número de atos de concentração submetidos pelas firmas ao SBDC. Assume-se que os atos de concentração anteriores à doação da firma não estejam correlacionados como termo de erro - *u* - e que, portanto, possam ser usados como variável instrumental de *qtdd* e essa hipótese foi testada através

de uma regressão simples que obteve significância de 0.000 e 28.39 para o teste F. Desta forma adotou-se **atosantes** como instrumento para a variável *qtdproc*, passando-se a uma regressão iv de 2 estágios (2sls).

Tabela 1: Comparativo entre os modelos de regressão

Variáveis	Modelo1 - OLS	Modelo2 – OLS ROBUSTA	Modelo3 – IV 2SLS
Constante	-53.38	28.01	
Valordoa	4.44	4.44	
Qtdproc	0.22	0.22	-0.02
Msadquirente	0.17	0.17	
Msadquirida	-0.01	0.08	
Resultado	34.28	13.28	37.42
Tempoproc	-0.00	6.91	-0.00
Valoop	-8.19	2.60	
Doant	-10.46	4.01	-13.87
Adquir	2.24	3.74	

Fonte: análise dos dados (2013)

Ao se usar variáveis instrumentais na equação deve-se analisar se o instrumento escolhido é forte ou fraco, ou seja, a medida na qual este instrumento de fato possui efeito sobre a variável *x* objetivada ou está correlacionado com *u*. Tal verificação se fez através do resultado do teste F no primeiro estágio da regressão iv que deve ser superior a 10 para que o instrumento seja considerado forte. A estatística F obtida foi de 11.16, sendo que mais de 90% dos resíduos foram explicados pelo modelo, mas registrando significância de 0,663 para *tempoproc*. Este resultado implica dizer que o tempo da análise não guarda relação significativa com o número de etapas de análise do ato, no entanto a própria legislação vigente à época determinava prazos para apreciação dos atos de concentração (30 dias para SAE e 30 dias para a SDE emitirem seus pareceres técnicos mais 60 dias para liberação do ato pelo CADE), que poderiam ser prorrogados e atrasados caso fossem necessárias as tomadas adicionais de informações (Brasil, 1994), ou seja, as etapas de análise estão relacionadas ao tempo. Esta inconsistência em relação aos resultados pode ser explicada pelo fato que regressores IV são suscetíveis ao tamanho da amostra e são menos precisos que os estimadores OLS, desta forma rodou-se novamente a OLS robusta incluindo *atosantes* como regressora de *etapasproc* cujos resultados estão na tabela 2.

Tabela 2: Resultados da OLS robusta original**Fonte:** análise dos dados(2013)

Regressores	Coefficientes	Erros padrão	Teste t	Pvalue
valordoa	4.44	2.22	0.20	0.842
qtdproc	0.02	0.01	2.96	0.004
msadquirente	0.17	0.13	1.36	0.177
msadquirida	-0.01	0.08	-0.06	0.953

resultado	34.28	13.28	2.58	0.011
tempoproc	-0.00	6.91	-3.44	0.001
valoroop	-8.19	2.60	-0.31	0.753
doant	-10.46	40.12	-2.61	0.010
adquir	22.37	37.45	0.60	0.551
atosantes	-0.80	0.28	-2.82	0.006
_cons	-53.37	28.01	-1.91	0.059

Fonte: análise dos dados(2013)

De acordo com os resultados da regressão, rejeitou-se a H1 de que atos de concentração envolvendo firmas que antes da operação efetuaram doações para campanha presidencial são mais eficientes em termos de etapas de processo do que firmas que não efetuaram doações: a variável doant apresentou significância a 0.05, mas sinal negativo. Com o auxílio do teste t (valor 3.63) para doant, pode-se verificar que das 126 observações analisadas, 65 atos foram analisados após a doação feita pela firma adquirente à campanha presidência e que a média de etapas para estes casos foi de 17.34 enquanto que a média dos atos em que houve doação foi de 30.07 etapas. Este resultado também se confirma ao se considerar o número de atos realizados antes das doações políticas que foram igualmente significantes e também tem sinal negativo.

Observando-se o valor das doações, percebe-se que esta variável não apresentou significância, ou seja, refuta a H2 de que quanto maior for a doação em menor quantidade serão as etapas de análise dos atos. Retirando-se as variáveis com menor significância resulta-se num modelo em que o valor das doações não é considerado um regressor das etapas dos processos, conforme tabela 3. Porém percebe-se a aceitação da H3 que previa que a quantidade de processos no ano tivesse efeito superior sobre a eficiência da análise dos atos de concentração do que a estratégia política das firmas envolvidas nas operações.

Tabela 3: Resultados da OLS robusta final

Regressores	Coefficientes	Erro padrão	Teste t	Pvalue
qtddproc	0.02	0.01	2.98	0.003
resultado	34.62	11.47	3.02	0.003
tempoproc	-0.00	6.77	-3.47	0.001
doant	-10.26	3.20	-3.20	0.002
atosantes	-0.66	0.26	-2.51	0.013
_cons	-50.28	23.62	-2.83	0.035

Fonte: análise dos dados(2013)

Tais resultados são indícios para se refutar a premissa da teoria da captura em que a regulação é feita para atender os interesses do mercado (STIGLER, 1971) e, portanto, a estratégia política não possui papel relevante na modelagem do ambiente competitivo da firma. Tal achado é contraditório em relação à estudos anteriores que evidenciaram o efeito positivo da estratégia política sobre a regulações (FACCIO, 2006; CHONG; GRADSTEIN, 2007), mas

deve-se considerar que: a. estes estudos não consideraram somente o contexto brasileiro; b. não foram específicos em relação à regulação antitruste ; c. utilizaram-se de uma amostra maior do que a utilizada neste trabalho e, d. utilizaram como *proxy* a conexão política e não a doação em campanhas. Também se deve considerar que ao mesmo tempo em que em países onde há muita assimetria de informação e os burocratas podem ser *players* mais importantes do que os legisladores, pois possuem decisões técnicas e difíceis de entender favorecendo alguns interesses em detrimento de outros (MILLER; MOE, 1983) estes mesmos burocratas são pressionados pelos superiores com a ameaça de destituição do cargo (HAUGE; JAMISON; PRIEGER, 2011) principalmente quando suas agências não são independentes do governo (BORTOLOTTI; CAMBINI; RONDÍ, 2012) e assim independente às conexões externas que mantenham, desempenhem o trabalho de forma imparcial.

Um comentário adicional a ser feito acerca da refutação das H1 e H2 é que segundo Hillman e Hitt (1999) existem várias táticas para se desenvolver uma estratégia política (*lobbying*, relatórios e resultados de projeto de pesquisa, documentos e relatórios técnicos, pareceres ou participação em outras instâncias de governo, contribuições para partido ou para o político, honorários, despesas de viagem, serviços pessoais, mobilizações de empregados, clientes, fornecedores, aposentados, imagem e relações públicas, educação política e econômica) e ainda as conexões estabelecidas através de estruturas de propriedade e controle como a composição de *boards* com ex-políticos e ex-burocratas. Considerando que a própria Lei 12529 proíbe a participação dos componentes do CADE em sociedades civis, comerciais ou empresas durante o exercício do cargo e a representação de qualquer pessoa física ou jurídica pelo prazo de 120 dias após deixar o cargo, outras *proxies* para conexão política talvez produzam efeitos diferentes daqueles evidenciados neste estudo, podendo-se chegar ao mesmo achado de Faccio (2006) que usou a conexão política através de laços entre os envolvidos e Chong e Gradstein (2007) que usaram os gastos com *lobby*. Registra-se também que a mudança legal ocorrida a partir de 2012 que exige que os atos de concentração sejam comunicados ao SBDC antes de sua aprovação, possa produzir efeitos contrários aos achados desta pesquisa uma vez que dos 126 atos analisados, 124 foram submetidos sobre a regulamentação antiga; numa situação em que apesar de prevenir custos *ex-post* como a dissolução de negócios caso o ato não seja aprovado, também impõe custos adicionais à indústria que deve aguardar a decisão do CADE para efetivar suas operações, podendo induzir firmas a desenvolverem ações favoráveis ao *crony capitalism* para sobreviver (HOLCOMB, 2012).

Referente à não-rejeição da H3, a morosidade nas análises dos atos já havia sido observada por Caves nos Estados Unidos onde a divisão antitruste chegou a levar 5 anos e meio para analisar um processo e essa ineficácia se devia, segundo o autor, ao desinteresse do governo em ter uma regulação efetiva e recursos adequados, fazendo com que mesmo com a demora os processos fossem favoráveis às firmas (CAVES, 1964), o que em parte observase nas F&A ocorridas no Brasil, pois poucos atos recebem restrições ou são vetados. Por outro lado, sem teste empírico que comprove tal relação, a lei não determina o número de componentes do CADE, mas a atual estrutura deliberativa sobre os atos de concentração conta com 6 conselheiros e 1 presidente para apreciar os processos tendo, ainda, a necessidade da presença mínima de 4 conselheiros para a tomada de decisão (BRASIL, 2011) o que somente em 2012 acarretou mais de 50 atos de concentração a serem apreciados para cada conselheiro, que com base na apuração prévia, devem recomendar investigações adicionais afetando a quantidade de etapas à qual o ato é submetido. A frágil infraestrutura, falta de

mão de obra qualificada, sistemas regulatórios e mecanismos de *enforcement* ainda deficientes caracterizam o ambiente institucional em países emergentes como o Brasil (KHANNA; PALEPU; SINHA, 2005), comprometendo a eficiência do papel regulador do Estado.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho procurou analisar o efeito da estratégia política sobre a análise das operações de F&A ocorridas no Brasil entre o período de 2002 a 2012. Usando um estimador OLS robusto, 126 operações foram analisadas ao longo deste período onde se espera encontrar que operações em cujas firmas participantes tivessem desenvolvido estratégia política medida pela *proxy* de doações à campanhas presidenciais, fossem operações mais “eficientes” do ponto de vista do número de etapas/fases do processo e que esta eficiência aumentaria conforme os valores das doações feitas pela firma, adotando a perspectiva de que o poder regulador do Estado é capturado pelas firmas, atendendo os interesses do mercado conforme Stigler (1971).

Mesmo identificando a endogeneidade de uma variável regressora e utilizando-se da variável instrumental para corrigir este problema, todos os modelos de regressão obtidos rejeitaram as hipóteses que relacionavam a eficiência da análise das operações à estratégia política e não-rejeitaram a hipótese que o efeito maior é causado pela quantidade de processos submetidos a análise. Tais achados podem estar relacionados a diversos fatores como as operações analisadas terem sido submetidas no regime regulamentar anterior à legislação em vigor desde 2012, a maioria (65) das observações analisadas era composta por firmas que desenvolvem estratégia política, mas o fazem depois de terem realizado as operações de F&A, e a possibilidade de outras *proxies* como composição do *board* das firmas com ex-políticos ou ex-burocratas refletirem efeitos diferentes dado que as firmas possam ter o interesse em obter informações privilegiadas e mediante tais recursos submeter processos que sejam aprovados; cada uma destas possibilidades configura-se como uma oportunidade de pesquisa futura. Consideram-se como limitações neste estudo, o tamanho da amostra utilizado e a dificuldade em obter dados dada a confidencialidade permitida por instrumento legal.

Acredita-se que os achados deste estudo contribuam para o desenvolvimento teórico e empírico da discussão que envolve a atividade política corporativa e seu efeito sobre o papel regulador do Estado, de forma específica à análise das estratégias corporativas de F&A no Brasil. Apresentando resultados divergentes de outros trabalhos que confirmaram a influência positiva da estratégia política sobre a política regulatória este estudo não contradiz achados anteriores, mas contribui para a discussão de que diferentes táticas políticas podem obter diferentes resultados em relação à regulação e em especial à regulação anti-truste no contexto brasileiro.

6. REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R.K.; MESCHKE, F.; WANG, T. **Corporate Political Contributions**: Investment or Agency? WFA Meeting Paper, AFA 2012 Chicago Meetings Paper. 2012. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=972670>>. Acesso em 02 jan 2013.
- AMORE, M.D.; BENNEDSEN, M. Political reforms and family-related firm performance. **Working Paper**. 2012. Disponível em <didattica.unibocconi.it/.../154270_20120913_06...>
- BACH, D.; ALLEN, D.B. What Every CEO Needs to Know About *Nonmarket* Strategy. **MIT Sloan Management Review**, v.51, n.3, p.40-48, 2010.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R.; GOLDSMIDT, R.G.B.; ZAMBALDI, F. Firm performance effects of nurturing political connections through campaign contributions. **African Journal of Business Management**, v.6, p.3327-3332, 2012.
- Baron, D. (). Integrated Strategy: Market and NonMarket Components. **California Management Review**, v.37(2), 47-65, 1995.
- BAUM, C. F. An Introduction to Modern Econometrics Using Stata. **College Station, TX**: Stata Press, 2006.
- BAUM, C. F.; SCHAFFER, M. E.; STILLMAN, S.. 2003. Instrumental variables and GMM: Estimation and testing. **Stata Journal**, 3, 1–31.
- BAYSINGER, B.D. Domain Maintenance as an Objective of Business Political Activity: An Expanded Typology. **Academy of Management Review**, v.9, p. 2, p.248-258, 1984.
- BERTRAND, M.; KRAMARZ, F.; SCHOAR A.; THESMAR D. “Politically Connected CEOs and Corporate Outcomes. Evidence from France”, mimeo, University of Chicago, 2004
- BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M. ; SCHAEFFER, S. **Economics of Strategy**. 5 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.
- BONARDI, J.P.; HILLMAN, A.J. ; KEIM, G. The attractiveness of political markets; implications for firm strategy. **Academy of Management Review**, v.30, p.397-413, 2005.
- BORTOLOTTI, B.; CAMBINI, C.; RONDÌ, L. Firm Value, Ownership and Regulatory Independence: The Role of Political Institutions. **Research Division of the Federal Reserve Bank of St. Louis**, p.1-41, 2012.
- _____. **Lei n. 12529 de 30 de novembro de 2011 que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm>. Acesso em 20 nov 2012.
- _____. Lei n. 8884 de 11 de junho de 1994 que transforma o CADE em autarquia. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8884.htm>. Acesso em 20 nov 2012.
- _____. Portaria SEAE n. 46 de 28 de maio de 2006. Disponível em <http://www.seae.fazenda.gov.br/central_documentos/legislacao/3-5-1-defesa-da-concorrenca/portaria-seae-no-46>. Acesso em 20 nov 2012.

_____. **Portaria Conjunta SEAE/SDE nº 50 de 1º de agosto de 2001.** Disponível em <www.seae.fazenda.gov.br/central.../guias/portconjseae-sde.pdf>. Acesso em 20 nov 2012.

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C.; MARCUS, A.J. **Fundamentals of corporate finance.** 3 ed. McGraw-Hill Primis Custom Publishing, 2001.

CAMILO, S. P. O.; MARCON, R., ; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas das firmas e seus efeitos na performance uma convergência entre as perspectivas da governança e da dependência de recursos. **Revista Alcance (Online)**, v.19, p.241-258, 2012^a.

CALOMIRIS, C.W.; FISHMAN, R.; WANG, Y. Profiting from Government Stakes in a Command Economy: Evidence from Chinese Asset Sales. **Research Division of the Federal Reserve Bank of St. Louis**, p.1-34, 2008)..

CAMILO, S.P.O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões Políticas e Desempenho: um Estudo das Firms Listadas na BM&FBovespa. *RAC. Revista de Administração Contemporânea (Online)*, v.16, p.784-805, 2012b.

CARTER, C.; CLEGG, S.R.; KORNBERGER, N. **A very short, fairley interesting and reasonably cheap book about studying strategy.** London: Sage Publications, 2008.

CAVES, R. **American industry: structure, conduct, performance.** New jersey: Prentice-hall, 1964.

CHATTERJEE, S. Source of value in takeovers: synergy or restructuring—implications for target and bidder firms. **Strategic Management Journal**, v.13, n.4, p.267–286, 1992.

CHONG, A.; M. GRADSTEIN. On the Determinants and Effects of Political Influence, **Inter-American Development Bank Working Paper 616**, Washington, DC, 2007.

COOL, K.; HARLE, N.; OMBREGT, P. Merger Control and Practice in the BRIC countries vs the EU and the US: the facts. Working Paper. Insead, 2012.

DESAI, R.M.; OLOFSGARD, A. The cost of political influence: firm level evidence for developing countries. **Quarterly Journal of Political Science**, v.6, p.137–178, 2011.

DEVERS, C.; MACNAMARA G.; WISEMAN R.; ARRFELT, M. Moving closer to the actions: examining compensation design effects on firm risk. **Organization Science**, v.19, p.548:566, 2008.

DEWENTER, K.L.; MALATESTA, P.H. ‘State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity’, **American Economic Review**, v.91, n.1, p.320-34, 2001.

DU, M.; BOATENG, A. Cross border mergers & acquisitions by emerging market firms: a review and future directions. **Journal of Entrepreneurship Perspectives**, v.1, n.2, p.24-54, 2012.

FACCIO, M. Politically Connected Firms. **The American Economic Review**, v.96, n. 1, p.369-386, 2006.

FERNANDES, C.M.A.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; ZANNI, P.P. O papel dos fatores políticos na internacionalização de empresas: o caso da Energias de Portugal (EDP) no Brasil. **Cadernos EBAPE.BR (FGV)**, v.10, p.435-455, 2012.

FERREIRA, F.B.; CARNEIRO, J. **A Aquisição da Inco pela Vale: Desafios e Riscos em uma Aquisição Internacional. Encontro de Ensino e Pesquisa em Administração e Contabilidade/EnEPQ**. 2. Curitiba, 2009.

GOLDMAN E.; ROCHOLL J.; SO J. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?, **Review of Financial Studies**, v.22, n.6, p. 2331-2360, 2009.

HAUGE, J.S.; JAMISON, M.S.; PRIEGER, J.E. Oust the Louse: Does Political Pressure Discipline Regulators? **The Journal of Industrial Economics**, v.60, n.2, p.299-332, 2011.

HE,, Y. How Firms Integrate Nonmarket Strategy with Market Strategy: Evidence from Mainland of China. **Journal of American Academy of Business**, v.10, n.1, p. 357-361, 2006.

HILLMAN, A. J.; KEIM, G. International variation in the business-government interface: institutional and organizational considerations. **Academy of Management Review**, v.20, n.1, p.193-214, 1995.

HILLMAN, A.J.; HITT, M. Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation and strategy decisions. **Academy of Management Review**, v.24, p.825-842, 1999.

HITT, M.A.; IRELAND, R.D.; HOSKISSON, R.E **Administração Estratégica**. 2 ed. São Paulo: Thompson Pioneira, 2008.

HUA, D.; ZHOU, B.; GUO, J.; DOUKAS, A.J. Political Connections and Merger Performance: evidence from Chinese Market. **European Financial Management Symposium**. 2011

JALILIAN, H.; KIRKPATRICK, C.; PARKER, D. The impact of regulation on economic growth in developing countries: A cross-country analysis. **World Development**, v.35, n.1, p.87-103, 2007.

JIA, N.; SHI, J.; WANG, Y. **Does Market Transition Eclipse the Value of Firms' Political Connections? A Longitudinal Study of Publicly Listed Firms in China**. 2012. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1985131>>

JULIO, B; YOOK, Y. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. **The Journal of Finance**. V.67, n.1, p.45-83, 2012.

KIM, C.; PANTZALIS, C.; PARK, J.C. Political geography and stock returns: the value and risk implications of proximity to political power. **Journal of Financial Economics**. V.106, p.196-228, 2012.

LUGOVSKYY, J.C. Political Risk: Estimating the Risk Premium of Political Regime Change. **Working Paper**, 2012. Disponível em <http://www.aeaweb.org/committees/CSMGEP/job_market/pdfs/Lugovskyy_paper.pdf>

LUX, S.; CROOK, T.R.; WOEHR, D.J. Mixing business with politics; a meta analysis of the antecedents and outcomes of corporate political activity. **Journal of management**. V.37, n.1, p.223-247, 2011.

MATSUSAKA, J.G. Takeover motives during the conglomerate merger wave. **Rand Journal of Economics**, v.24, p.357-379, 1993.

MILHOMEM, C.S.; HOFFMANN, V.E. **Geração de Eficiências Operacionais a partir da Estratégia de Fusão e Aquisição – um estudo no Brasil entre os anos 2002 e 2008. Encontro de Estudos em Estratégia**. 5. Porto Alegre, 2011.

MILLER, G.; MOE, T. Bureaucrats, legislators, and the size of government. **American Political Science Review**, v.77, p.297–322, 1983.

MENOZZI, A.; URTIAGA, M.G.; VANNONI, D. Board composition, political connections and performance in state owned enterprises. **Carlo Alberto notebooks**, v.185, p.1-26, 2010.

NIESSEN, A.; RUENZI, S. Political Connectedness and Firm Performance. **Evidence from Germany, German Economic Review**, forthcoming, 2009.

PAINE, F.T.; POWER, D.J. Merger strategy: an examination of Drucker'S five rules for successful acquisitions. **Strategic Management Journal**, v.5,p. 99-110, 1984.

PIGOU, A. C. **The economics of welfare**. New Jersey: Transaction Publishers, 1938.

PIMENTA, S.M.; CORRÊ, M.L.; LOPES, M.R. **Identidade Organizacional e Processos de Aquisição e Fusão: dimensões e complexidade das transformações organizacionais. Encontro da Divisão de Estudos Organizacionais da ANPAD**. 6. Florianópolis, 2010.

ROBERTS, B. E. (). A dead senator tells no lies: seniority and the distribution of federal benefits. **American Journal of Political Science**, v.34, p.31-58, 1990.

SINGH, H.; MONTGOMERY, C.A. Corporate Acquisition Strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, v.8, p.377-386, 1987.

STIGLER, G.J. The theory of economic regulation. **Bell Journal of Economics and Management Science**, v.2, p.3-21, 1971.

WILLIAMSON, O.E. **The Economic Institutions of capitalism**. New York: Free Press, 1985.

_____. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford, 1996.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory Econometrics: A Modern Approach**. 2nd ed. New York: Thomson Learning, 2003.

¹ média aritmética calculada pela diferença entre data inicial e data final dos atos de concentração de acordo com dados do site do CADE.

² a Lei 12529 entrou em vigor em 30 de maior de 2012.

³em entrevista à Fábio Amato do G1. Disponível em <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2012/01/mudanca-na-legislacao-pode-gerar-corrida-por-fusoes-diz-cade.html>